

旅游综合 III



三特索道 (002159)

推荐

华山分成比例下降压制 11 年利润 资源价值未得体现

市场数据

报告日期	2010-11-9
收盘价(元)	20.18
总股本(百万股)	120.00
流通股本(百万股)	119.87
总市值(百万元)	2421.60
流通市值(百万元)	2418.88
净资产(百万元)	428.05
总资产(百万元)	960.75
每股净资产	3.57

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	248	267	381	471
同比增长(%)	36.5%	7.7%	42.8%	23.4%
净利润(百万元)	22	30	37	55
同比增长(%)	96.5%	34.4%	24.7%	47.5%
毛利率(%)	58.3%	53.9%	56.1%	55.9%
净利率(%)	9.0%	11.2%	9.8%	11.7%
净资产收益率(%)	5.3%	6.8%	7.8%	10.3%
每股收益(元)	0.19	0.25	0.31	0.46
每股经营现金流(元)	0.87	0.53	0.01	0.47

相关报告

《单季增长乏力、新景区培育需时》2010-10-22

《新景区季节性亏损致净利下滑》2010-4-23

《利润高质量高速增长》2009-10-23

刘璐丹 S0190210060005
021-3856 5944

投资要点

- 公司经营中与已筹建的景区多达 24 个(15 个经营中、8 个筹建期、4 个旅游地产项目), 景区资源价值一直为市场所关注。
- 分项目来拆分公司收入和权益净利润结构, 可以看到由于 4-5 个成熟景区支撑起目前十余个新项目建设与培育期, 导致公司收入、净利润基数均非常小(09A 收入 2.5 亿、净利润 2200 万); **较小的基数意味着单个新景区的扭亏为盈, 即有望带来收益的大幅增长。**
- **09 年非公开发行的方案即将于 12 月份到期**, 由于涉及旅游地产, 预计获批的可能性很小。公司将发行一个亿短融券缓解近期资金需求。我们预计将增加母公司 2011 年的财务费用 400 万。
- **2011 年华山索道的净利润分配比例下降, 压制明年利润增长。**我们认为压制 11 年利润释放的因素有: 1、华山净利润分成比例大幅下滑; 2、新景区培育需要观察; 3、受海南区域土地规划影响, 塔岭项目二期建设将较预期稍慢。
- **明年是长线投资者的介入良机:** 2010 年由于气候、世博会等偶发因素, 导致成熟景区与新景区均表现不佳; 2011 年华山景区利润分成比例下降, 又会抑制利润增长, **今明两年是相对的业绩低点。**我们看好公司资源价值, 以及梵净山、坪坝营的中期利润增长前景, 考虑公司众多储备景区资源价值, 我们认为**明年是长期投资者较好的介入时机。**
- 我们预计 2010-2012 年每股收益分别为 0.26 元、0.31 元、0.47 元。维持长期“推荐”评级

目 录

公司项目总览	- 3 -
项目列表	- 3 -
现收入、权益净利润结构分拆（按子公司）	- 5 -
增发或暂缓，短融券保证中期项目资金需求	- 6 -
目前主要贡献利润的项目	- 6 -
华山景区：2011 年华山索道净利润分配比例或下降	- 6 -
海南陵水猴岛：4 季度洪灾影响全年收益增长	- 7 -
近两年重点培育的项目	- 8 -
贵州梵净山景区：2010 年大幅低于市场预期，2011 年打开外地市场	- 8 -
坪坝营一期：县域旅游经济的代表景区，发展态势良好	- 9 -
武夷山旅游小区：依附武夷山主景区，人数增长慢、短期亏损额或有增大	- 10 -
-	-
旅游地产：10-11 年塔岭项目贡献地产利润	- 10 -
塔岭养老公寓：近两年贡献地产收益的主要项目；二期建设暂缓	- 10 -
神农架风情街：二期销售受景区景气程度影响，预计今年将略有亏损	- 11 -
汉正街索道大厦、隽水河旅游地产尚在筹备期，合作方式未定，预计近年不贡献利润	- 11 -
储备项目：主要在湖北省内，未来将深耕湖北、贵州旅游市场	- 11 -
盈利预测	- 12 -
投资建议：看好公司资源价值、2011 年是长期投资者介入时机	- 13 -
图 1、2009A/2010H 收入结构	- 5 -
图 2、2009A 子公司净利润结构	- 5 -
图 3、公司湖北省内的储备景区布局	- 11 -
表 1、三特索道全部项目列表	- 3 -
表 2、华山景区盈利预测	- 6 -
表 3、陵水猴岛景区（含索道和门票）盈利预测	- 7 -
表 4、梵净山盈利预测	- 9 -
表 5、公司盈利预测表	- 12 -
附表	- 14 -

我们于近期调研了三特索道武汉总部，主要与公司董秘和部分高管，就公司近期经营情况做了交流。我们认为公司项目储备多、目前正在培育新的盈利项目。受各项目此起彼伏的影响，今明两年的业绩将较为平稳。

公司项目总览

三特索道是投资控股型项目公司，公司立足于湖北、贵州、海南三个省份，拥有逾 20 个景区项目的开发权，其掌控的数量庞大的旅游资源一直为市场所关注。

我们将公司所有的全部项目（经营和筹建中项目）列示如表 1:

15 个经营中索道和景区：目前正在经营状态的项目合计有 15 个，分别由 14 个控股及全资子公司经营。这 15 个项目共涉及 10 个景区，主要为华山景区、海南猴岛、梵净山景区、庐山景区、珠海石景山景区。

8 个筹建期项目：主要为依附于猴岛深度开发的海南浪漫天缘景区、恩施坪坝营二三期工程、湖北省内的多个二三线景点（雋水河温泉、九路寨、古山寨、大洪山等）、两个等待环评核准的索道项目（神农架、武夷山索道）。

4 个旅游地产项目，其中 2 个开始贡献利润：其中，海南塔岭养老公寓、神农架风情街自 09 年起贡献收益。2010 年地产业务收入主要来自海南塔岭项目的一期销售。

项目列表

表 1、三特索道全部项目列表

经营中索道和景区	持股比例 (直接+间接)	经营子公司	2010-11 最新进展
华山景区			
1 华山索道	75.00%	陕西华山三特索道有限公司	前三季度收入增长 10%，人数下滑 2%左右；2011 年净利润分配比例由 95%下滑到 75%
2 华山宾馆	100.00%	华阴三特华山宾馆有限公司	2010 年接待量、收入有小幅增长。10 年 8 月 80 间经济型客房投入使用，现共有客房 227 间。
海南猴岛			
3 陵水猴岛跨海索道	100.00%	海南三特索道有限公司	同为陵水猴岛景区的开发。今年 4 季度受暴雨影响，导致全年收入增幅较上半年下降。
4 猴岛门票	90.00%	海南陵水猴岛旅业发展有限公司	
梵净山景区			
5 索道	100.00%	贵州三特梵净山旅业发展有限公司	今年受洪灾、世博会分流等因素影响，预计全年接待量为 14 万人次左右；尚未达到盈亏平衡点。
6 景区经营	100.00%	贵州三特梵净山旅业发展有限公司	
7 环保车	100.00%	贵州三特梵净山旅游观光车有限公司	
庐山景区			

公司调研简报

8	庐山索道	100.00%	庐山三叠泉缆车有限公司	受世博会影响, 人数略降
9	庐山老别墅故事	100.00%	庐山东谷旅游开发有限公司	
10	珠海石景山索道	100.00%	珠海景山三特索道有限公司	
11	广州白云山滑道	100.00%	广州白云山三特滑道有限公司	
12	内蒙古青山索道	100.00%	克什克腾旗三特青山索道	
13	武夷山旅游小区	100.00%	武夷山三特索道有限公司	09年8月开业; 8-12月实现收入2.7万元, 亏损210万元。预计2010年亏损额加大。
14	海南塔岭飞禽公园	100.00%	海南塔岭旅业开发有限公司	飞禽公园门票收入很少, 主要靠塔岭房地产项目实现盈利。
15	湖北恩施坪坝营一期	100.00%	湖北咸丰坪坝营旅业有限公司	

筹建中景区 (储备项目)		权益比例	经营子公司	项目投资建设规划
1	海南浪漫天缘	100.00%	海南浪漫天缘海上旅业有限公司	总投资8200万, 现已投入约3800万。预计2011年上半年投入运营。
2	坪坝营二期开发	100.00%	湖北咸丰坪坝营旅业有限公司	计划投资4900万, 10年预计投入1000万
3	湖北崇阳隽水河温泉旅游区一期	100.00%	崇阳三特隽水河旅游开发有限公司	计划投资规模13500万元
4	湖北柴埠溪公司	42.50%	参股公司	该公司成立于02年, 公司以1778.5万元出资, 收购其42.5%的股份。
5	湖北保康九路寨生态旅游区一期项目	100.00%	保康三特九路寨旅游开发有限公司	2010年1月成立子公司, 计划投资5000万
6	湖北南漳古山寨旅游区一期项目	100.00%	南漳三特古山寨旅游开发有限公司	2010年1月成立子公司, 计划投资4000万
7	湖北随州大洪山景区	95.00%	钟祥大洪山旅游投资开发有限公司	2010年4月公告, 以6350万收购钟祥市“东星国际大酒店”
8	神农架索道	100.00%	神农架三特旅业投资管理有限公司	环保评定过程中, 暂无进展
9	武夷山索道	100.00%	武夷山三特索道有限公司	环保评定过程中, 暂无进展

计划签约景区

贵州荔波景区

争取中

旅游地产				项目概况
1	海南塔岭养老公寓	100.00%	海南塔岭旅业开发有限公司	拥有塔岭开发区内21万㎡土地使用权。其中15万㎡与武汉汇新地产公司合作, 建面不低于16万㎡, 公司获取固定的3000万净利润回报。一期开发1.9万㎡商铺+1.2万㎡住宅
2	神农架木鱼镇风情街	100.00%	神农架三特物业开发有限公司	二期计划投资4700万
3	汉正街索道大厦	100.00%	武汉市汉金堂投资有限公司	09年略亏: 实现收入349万元、净利润-40万元。预计10年持续小幅亏损
4	隽水河旅游小镇项目	100.00%	崇阳三特隽水河旅游开发有限公司	续建汉正街索道大厦10~17层
				计划3万㎡旅游地产 (别墅+公寓) 的建设

资料来源: 兴业证券研发中心

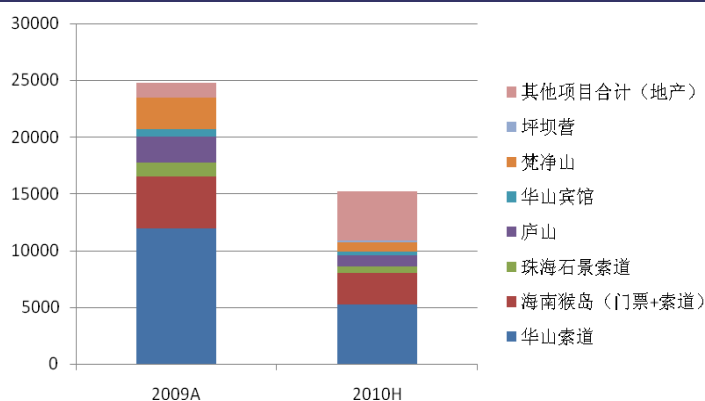
我们测算, 扣除公司今年已经支付的收购款项, 目前这些筹建项目共需资金3.56亿元; 而公司09年全年营业收入为2.5亿。公司以较小的收入、利润规模支撑大额的景区投资, 我们认为公司中长期都会面临较强烈的资金需求。

现收入、权益净利润结构分拆（按子公司）

公司项目很多，但由于筹建期的项目较多，目前主要贡献收益的仍来自华山、猴岛、珠海石景山、庐山三叠泉缆车这四个成熟项目。

我们以项目公司分析收入、净利润结构如图 1:

图 1、2009A/2010H 收入结构

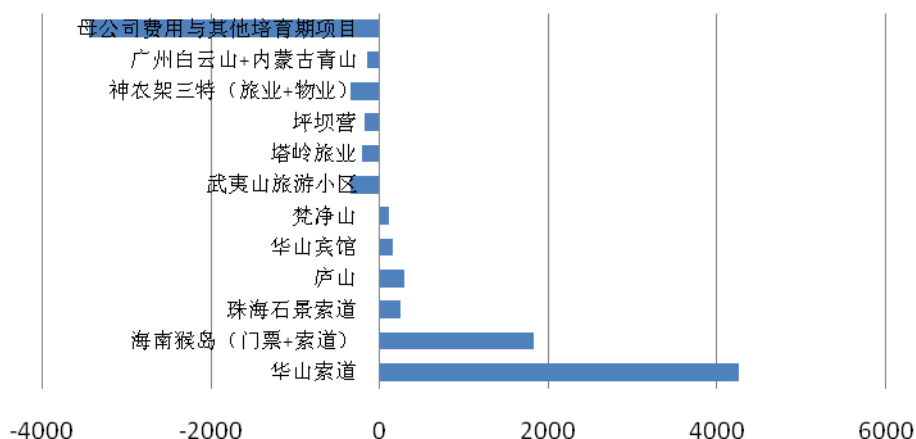


数据来源：兴业证券研发中心

从公司的净利润结构可见，由于培育期项目较多，且主要由控股的母公司承担各项目的财务费用、总部管理费用，公司现在的利润走势，决定于两个因素：1、成熟的 4-5 个项目的自然增长、提价等；2、新项目扭亏：等待梵净山、坪坝营、塔岭地产等业务扭亏为盈，成长为新的利润增长点。

图 2、2009A 子公司净利润结构

2009A 分项目的权益净利润构成



数据来源：兴业证券研发中心

增发或暂缓，短融券保证中期项目资金需求

原非公开发行方案今年 12 月份到期，预计本次增发由于受限于旅游地产项目，将较难通过：

公司于 2009 年 12 月 8 日通过了《09 年度非公开发行股票（二次调整）》方案，计划募资 2.07 亿元，用于 4 个景区项目的建设。由于涉及景区酒店、住宅等旅游地产项目，该方案目前尚未通过证监会审核。由于方案有效期截止到今年 12 月，时间已非常有限，我们预计本次增发将暂停。

公司计划发行 1 个亿的短融券，缓解资金需求：

公司目前的收入、利润基数还非常小，09 年总收入为 2.4 亿元；而目前已进入投建期的项目投资额合计为 3.5 亿元；可见公司为扩展业务，资金压力会较大。

预计 2011 年短融券将增加母公司月 400 万财务费用：

假设公司与 2010 年底发行 1 亿元短融券，我们测算约增加母公司 400 万财务费用，有利于保证公司储备项目顺利建设，但短期内将进一步增加公司财务负担。

目前主要贡献利润的项目

华山景区：2011 年华山索道净利润分配比例或下降

华山景区是公司利润贡献最大的子公司：在 09 年净利润构成中，华山景区权益净利润为 4250 万，占到全部子公司（含亏损子公司）的合计权益净利润的 77%。因而，在新景区大额度盈利之前，华山景区都将支撑公司的利润。

2010 年华山接待量略有下降，09 年提价效应支撑收入实现 10%幅度的增长：由于西潼高速修路，今年西安-华山都要走 302 国道，节假日堵车严重，影响了省内自驾旅游；加之二、三季度世博会分流，华山今年的全年接待量预计会同比略降 1-2%。但 09 年 8 月份门票提价的效应，仍保证了今年收入增长 10%左右的幅度。

2011 年华山索道净利润分配比例将下滑 20%，影响权益净利润-600 万：根据华山的章程约定，2011 年公司的净利润分配比例将由目前的 95%，下滑到 75%。我们认为，公司不会采取收购少数股东权益等方式维持分配比例，因而明年华山净利润下滑是大概率事件。综合考虑 2011 年人数增长、分配比例下滑，预计将影响 2011 年公司权益净利润-600 万左右。

表 2、华山景区盈利预测

华山景区	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
乘索人次（万人）	85	98	97	114	113	125	135

同比增长	12.49%	14.78%	-0.80%	17.30%	-0.85%	10.92%	7.76%
人均消费（元）	93	93	92	105	115	117	118
票面价格（元）	110	110	110	110	110	118	133
总收入（万元）	7874	9092	8908	11938	12980	14563	15872
增速		15.47%	-2.03%	34.02%	8.73%	12.19%	8.99%
成本费用（万元）	4762	5329	5295	6482	6918	7794	8571
成费率	60.48%	58.61%	59.45%	54.30%	53.30%	53.52%	54.00%
利润总额（万元）	3112	3763	3612	5455	6062	6769	7301
净利润（万元）	2645	3198	3070	4473	4849	5415	5841
归属上市公司的权益利润 （万元）	2513	3038	2917	4250	4607	4061	4381

数据来源：兴业证券研发中心

海南陵水猴岛：4 季度洪灾影响全年收益增长

海南陵水猴岛是除华山外，公司第二大利润来源的成熟景区。猴岛收益来自两部分：陵水跨海索道（100%、海南三特索道有限公司）；猴岛门票（90%、海南陵水猴岛旅业发展有限公司）。

表 3、陵水猴岛景区（含索道和门票）盈利预测

海南陵水猴岛	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
跨海索道（100%）							
乘索人次（万人）	49	57	75	103	115	132	156
增速	-13%	16%	32%	37%	12%	15%	18%
人均索道消费	27	27	26	26	26	26	26
总收入（万元）	1311	1625	1983	2712	3038	3493	4122
增速	-28%	6%	24%	22%	37%	12%	15%
利润总额	631	721	972	1329	1489	1712	2020
利润率	48%	44%	49%	49%	49%	49%	49%
净利润	755	628	832	1349	1541	1807	2175
猴岛门票（90%）							

进园人次（万人）	51	69	80	112	123	141	155
增速	-20%	37%	16%	40%	10%	15%	10%
人均门票消费	14.99	17.63	16.70	16.67	16.50	17.33	17.50
门票总收入	757	1216	1336	1867	2025	2446	2717
增速	7%	61%	10%	40%	9%	21%	11%
利润总额	95	438	293	705	774	953	1080
利润率	13%	36%	22%	38%	38%	39%	40%
净利润	26	225	249	529	580	715	810
猴岛景区总收入	2068	2841	3319	4579	5063	5939	6840
猴岛景区合计权益净利	778	831	1057	1825	2063	2451	2904

数据来源：兴业证券研发中心

近两年重点培育的项目

09-10 年三个新景区开放，是公司中期利润增长的关键：

公司上市后投入营运的新景区主要有三个：贵州梵净山（09 年 5 月正式对外开放）、武夷源风景区（09 年 8 月正式开放）、湖北恩施坪坝营一期（2010 年 2 月正式开放）。

贵州梵净山景区：2010 年大幅低于市场预期，2011 年打开外地市场

梵净山景区 09 年 5 月对外开放，经过 8 个月的经营，09 年接待游客 13.9 万人次，实现收入 2757 万元，景区净利润为 108 万元，开业当年实现盈亏平衡，超出市场预期。但 2010 年上半年，景区由于承担了一季度的淡季亏损，以及游客人数同比 09 年未有增长，亏损约 300 多万；预计全年略亏，低于市场预期。

我们认为导致梵净山 2010 年低于预期的主要原因有三个：

1、2009 年本地游客的游山热情，在封山 2 年后集中释放，造成 09 年人数基数较高。但本地游客的消费重复性不强，2010 年及以后需要发展湖南、重庆等外地市场；2、二季度铜仁的洪涝灾害、3、上海世博会对外地团队客的分流。

梵净山景区质地优良，重点打开湖南、湖北的外地市场后，前景依然非常看好：

公司近两年将加大在重庆、湖南省进行梵净山景区宣传，我们认为景区自身质地较好，是我国第五大佛教名山、国家级自然保护区，未来仍是公司利润的重要增长点。

2011 年之后，梵净山景区的通达性将大大增强：重庆至铜仁的高速公路预计 2011

年底开通，届时车程 3-4 小时；重庆-湖南怀化铁路开通后，重庆到铜仁火车 4-5 小时，广州-贵阳高速公路 2011 年底通车。

“张家界—凤凰—梵净山”的旅游线路得到旅行社推广：目前旅行社对该线路的前期踩点已经完成，旅行社反馈良好，预计旅行社明年将在湖南、湖北地区重点推广。我们认为梵净山未来仍有利润爆发的可能性，用 2-3 年时间成长为公司利润支柱景区之一。

表 4、梵净山盈利预测

梵净山（单位：万元）	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
接待人次合计（万人次）	14	14	18	24	30
增速		0.00%	30.00%	30.00%	25.00%
索道收入	599	602	783	1017	1272
门票收入	1885	1890	2457	3194	3993
环保车收入	279	280	364	473	592
景区总收入	2763	2772	3604	4685	5856
— 梵管局提成	380	382	496	645	807
— 销售成本	953	956	1243	1616	2020
— 折旧、管理费用合计	740	1110	1110	1110	1110
— 财务费用	550	550	550	500	500
经营利润	139	(226)	204	814	1419
净利润	119	(192)	174	692	1207

数据来源：兴业证券研发中心

坪坝营一期：县域旅游经济的代表景区，发展态势良好

坪坝营景区位于湖北省恩施州，景区共计三期工程建设，2010 年 2 月一期完工对外开放；二期、三期在建设中。预计 2010 年二期项目完工 20%。

景区通达性改善空间很大，2012 年前后黔江—坪坝营高速距离 50 公里：坪坝营是恩施州的三大景区之一，目前交通还不是很发达；从武汉—宜昌—恩施—坪坝营，走高速路大约需要 10-12 个小时，耗时较长，不太适合武汉地区的自驾车游客。

根据目前规划，景区通达性应在 2012 年前后有大幅改善：届时，恩施-黔江高速和恩施-长沙公路通车，从黔江至坪坝营的距离仅为 50 公里。

恩施坪坝营是县域旅游景区的代表小景区，开业至今经营状况良好，节假日接待

能力明显不足:

预计 2010 年坪坝营的总接待量在 5 万人次左右,基本符合预期。目前游客主要是周边区域的自驾车游客;

由于一期接待能力有限,预计坪坝营 2010-2011 年将贡献 200-300 万左右的小额利润。但该景区与公司在湖北省内的储备项目——雩水河温泉、襄樊隆中景区、南漳古山寨景区、大洪山景区等一脉相承,主要依靠周边及本地市场的旅游消费;坪坝营景区体现出的本地旅游市场的活力,让我们看好消费升级的长时期内,二三线小景区的成长性。

坪坝营子公司 09 年亏损 160 余万;我们预计 2010 年将小幅减亏;2011 年实现盈亏平衡。

武夷山旅游小区:依附武夷山主景区,人数增长慢、短期亏损额或有增大

09 年 8 月开业的武夷山旅游小区,是依附于武夷山主景区开发的副景区,是公司原计划开发的武夷山索道项目(目前环评尚未通过)的补充项目。由于旅游小区并非位于武夷山核心景区内,游客人数增长缓慢。

09 年武夷山旅游小区亏损约 200 多万;2010 年由于景区承担了淡季亏损,亏损预计将增大至-300----400 万。

旅游地产: 10-11 年塔岭项目贡献地产利润

公司现有的四个旅游地产项目中(项目基本情况参见表 1),海南塔岭养老公寓(飞禽公园土地)自 09 年开始逐步完工并开始确认收益;神农架风情街自 06 年开始销售。其余两个项目——汉正街索道大厦、雩水河温泉小镇尚未开始建设。

塔岭养老公寓:近两年贡献地产收益的主要项目;二期建设暂缓

海南塔岭养老公寓(飞禽公园)是今年利润的关键增长点。

公司与武汉汇新房地产公司采取合作模式,公司提供 14 万平的土地,由汇新地产负责开发,开发建筑面积不低于 16 万平。塔岭旅业公司从项目收入中收回投入成本 3092 万元,并获得固定净利润 3000 万元。截止 2010 年中期,确认地产利润约 700 万(收入 3780 万);预计全年利润贡献在 1000 万左右。

目前二期共计 9 万平米的建设尚未展开,将受塔岭区域根据“国际旅游岛规划”做出的调整影响,预计实际进度将在 2011 年确定。

神农架风情街：二期销售受景区景气程度影响，预计今年将略有亏损

神农架风情街商铺销售受到景区通达性欠佳、10 年客流量下滑的影响，2010 年预计会略有亏损。

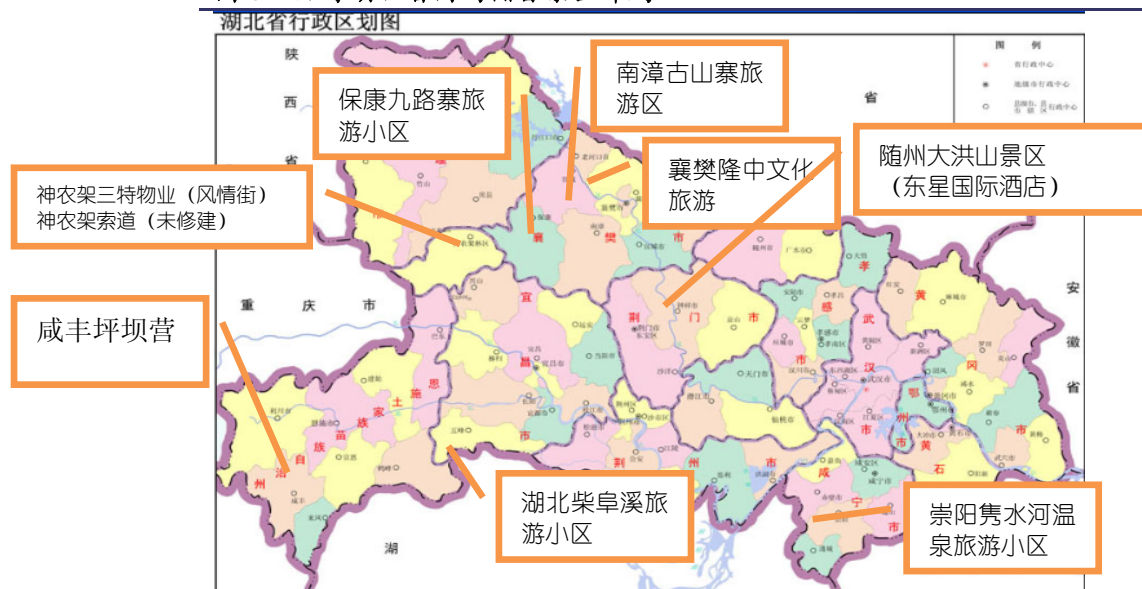
汉正街索道大厦、隽水河旅游地产尚在筹备期，合作方式未定，预计近年不贡献利润

目前汉正街索道大厦正在进行 38 亩土地整体的棚户区分区拆迁；未来开发的合作模式尚未确定；隽水河旅游小镇则将配合于整个温泉景区的开发配合。我们认为，由于公司多个景区主业项目均在筹建期，09 年非公开增发暂缓，资金需求量较大，预计这两个地产项目短期内尚不在议事日程，对公司近期业绩影响不大。

储备项目：主要在湖北省内，未来将深耕湖北、贵州旅游市场

公司的储备项目主要位于湖北省内，目前省内已布局了 7 个景区项目，其中仅有坪坝营一期已经完工对外开放。我们认为公司在湖北省内的景区布点已经大致完成，取得了隆中景区、保康九路寨、南漳古山寨、隽水河温泉等省内资质较好的二三线景区，这些景区是公司未来成长的看点所在，但建设期也会较长。

图 3、公司湖北省内的储备景区布局



数据来源：兴业证券研发中心

另外，公司还在争取贵州荔波景区（世界双遗）。若能取得这一优质景区资源的开发经营权，将进一步增加公司未来的大额盈利增长点。

盈利预测

根据现景区经营状况以及公司项目进度规划，我们预计 2010-2012 年每股收益分别为 0.26 元、0.31 元、0.47 元。具体各子公司的盈利预测详见下表。

表 5、公司盈利预测表

重点子公司盈利预测		2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
陕西华山三特索道有限公司	75%	2645	3198	3070	4473	4849	5415	5841
华阴三特华山宾馆有限公司	96%			129	163	232	280	312
海南三特索道有限公司	100%	755	628	832	1349	1541	1807	2175
海南陵水猴岛旅业发展有限公司	90%	26	225	249	529	580	715	810
海南塔岭旅业	100%			(185)	(200)	858	944	1100
海南浪漫天缘海上旅业	100%							50
贵州三特梵净山旅业	100%			0	119	(192)	174	692
贵州江口梵净山旅游观光车	70%		(39)		(10)	30	33	50
庐山三叠泉缆车有限公司	75%	511	519	394	296	306	343	367
庐山东谷旅游开发有限公司	100%			77	86	65	90	95
珠海景山三特索道有限公司	90%	396	392	263	249	243	260	278
克什克腾旗三特青山索道	100%			(88)	16	20	22	24
广州白云山三特滑道	80%			(109)	(120)	(86)	(80)	(50)
恩施坪坝营景区	100%			(174)	(174)	(30)	26	250
武夷山三特索道	100%				(210)	(350)	(250)	(1000)
神农架三特旅业投资	100%				(301)	0	0	0
神农架三特物业开发	100%	22	40	28	(40)	0	0	0
其余子公司亏损合计					(250)	(200)	(200)	(200)
武汉市汉金堂投资有限公司一索道大厦的建设	100%							
贵州江口武陵景区管理有限公司								
咸丰三特旅游开发有限公司								
保康三特九路寨旅游开发有限公司								
南漳三特古山寨旅游开发有限公司								
崇阳三特雉水河旅游开发有限公司								
钟祥大洪山旅游投资开发有限公司	95%							
武汉三特物业开发								
1								
全部子公司权益净利润合计		3523	3985	3510	5533	6428	7946	9921
母公司销售/管理费用		704	948	1338	1880	1400	1540	1694
母公司财务费用		1017	1489	1112	1448	1600	2013	1558
资产减值损失		17	274	232	43	88	50	50
归属母公司净利润		1552	2144	1131	2222	3140	4343	6619
对应每股收益		0.129	0.179	0.094	0.185	0.257	0.306	0.466

数据来源：兴业证券研发中心

投资建议：看好公司资源价值、2011 年是长期投资者介入时机

2011 年业绩释放有难度：

1、华山净利润分成比例大幅下滑；2、新景区培育需要观察；3、受海南区域土地规划影响，塔岭项目二期建设将较预期稍慢。

由于基数很小，扰动因素多，现阶段资源价值还没有得以体现：

由于公司现在的收入、利润基数都非常小，影响收益波动的因素很多，短期业绩会受旅游地产结算进度等因素影响。但长期来看，公司目前参与了湖北、贵州、海南等旅游大省的近 20 个景区的规划和建设。梵净山、坪坝营等近年重点项目，随交通状况的大幅改善，依然有良好的市场前景值得期待；公司所掌控的资源价值终应得以体现。

明年是长线投资者的介入良机：2010 年由于气候、世博会等偶发因素，导致成熟景区与新景区均表现不佳；2011 年华山景区利润分成比例下降，又会抑制利润增长，**今明两年是相对的业绩低点**。我们看好公司资源价值，以及梵净山、坪坝营的中期利润增长前景，考虑公司众多储备景区资源价值，我们认为**明年是长期投资者较好的介入时机**。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	299	328	432	529
货币资金	92	96	105	133
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2	2	3	4
其他应收款	10	18	25	27
存货	186	197	280	342
非流动资产	547	591	555	507
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	3	3	3	3
投资性房地产	6	0	0	0
固定资产	399	416	404	367
在建工程	57	77	62	50
油气资产	0	0	0	0
无形资产	44	44	44	44
资产总计	846	920	987	1035
流动负债	242	236	194	113
短期借款	147	108	91	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1	2	2	3
其他	94	126	101	110
非流动负债	172	222	272	322
长期借款	172	222	272	322
其他	0	0	0	0
负债合计	414	458	466	435
股本	120	120	120	120
资本公积	154	154	154	154
未分配利润	99	122	160	214
少数股东权益	14	20	42	66
股东权益合计	433	462	521	600
负债及权益合计	846	920	987	1035

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	22	30	37	55
折旧和摊销	35	43	47	50
资产减值准备	1	1	3	2
无形资产摊销	3	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	19	18	19	19
投资损失	-0	-10	-20	-30
少数股东损益	4	5	22	25
营运资金的变动	52	9	117	62
经营活动产生现金流量	29	64	1	57
投资活动产生现金流量	13	-62	-0	30
融资活动产生现金流量	-4	2	9	-59
现金净变动	38	3	10	28
现金的期初余额	88	92	96	105
现金的期末余额	125	96	105	133

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	248	267	381	471
营业成本	103	123	168	207
营业税金及附加	13	13	19	24
销售费用	14	17	29	37
管理费用	44	46	66	78
财务费用	19	18	19	19
资产减值损失	1	1	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	10	20	30
营业利润	53	60	100	135
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	49	60	100	135
所得税	23	24	41	55
净利润	26	35	59	80
少数股东损益	4	5	22	25
归属母公司净利	22	30	37	55
EPS (元)	0.19	0.25	0.31	0.46

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	36.5%	7.7%	42.8%	23.4%
营业利润增长率	65.9%	12.3%	68.3%	34.5%
净利润增长率	96.5%	34.4%	24.7%	47.5%
盈利能力(%)				
毛利率	58.3%	53.9%	56.1%	55.9%
净利率	9.0%	11.2%	9.8%	11.7%
ROE	5.3%	6.8%	7.8%	10.3%

偿债能力(%)

资产负债率	48.9%	49.8%	47.2%	42.0%
流动比率	1.24	1.39	2.23	4.68
速动比率	0.46	0.56	0.79	1.66

营运能力(次)

资产周转率	0.31	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	125.88	110.95	133.03	123.08

每股资料(元)

每股收益	0.19	0.25	0.31	0.46
每股经营现金	0.87	0.53	0.01	0.47
每股净资产	3.48	3.68	3.99	4.45

估值比率(倍)

PE	104.07	77.45	62.13	42.12
PB	5.53	5.23	4.83	4.33

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。